

Kupuj, 15,00 PLN

Podtrzymana

20 października 2022 r., 07:30

Przez recesję w jednym kawałku

Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ i obniżamy cenę docelową do 15 PLN. Naszym zdaniem obecna wycena (FY22F P/E 5,0x i EV/EBITDA 3,0x) implikuje silniejszy spadek zysków niż przewidujemy. Dodatkowo nie uwzględnia ona długoterminowych perspektyw rynku prefabrykacji, który powinien radzić sobie znacznie lepiej niż tradycyjny rynek mieszkaniowy, szczególnie w krajach rozwijających się, takich jak Polska. Spodziewamy się, że spółka będzie jednym z największych beneficjentów tego trendu. Jednocześnie widzimy, że spółka jest stosunkowo dobrze przygotowana na spowolnienie - bilans wzmocnił się w poprzednim kwartale, a segmenty operacyjne zapewniają pewną dywersyfikację.

Gotowi na spowolnienie: Od naszego poprzedniego raportu Pekabex opublikował bardzo dobre wyniki finansowe za 2Q22, znacząco przekraczając nasze prognozy na poziomie EBIT i zysku netto. Obawy o wzrost kosztów okazały się przesadzone, co zaowocowało znaczną poprawą marż w ujęciu rocznym (marża brutto 16,2% vs. 12,6% w 2Q21). Dodatkowo, spółka zaraportowała solidne przepływy pieniężne (OCF na poziomie 100 mln PLN w 2Q22), dzięki czemu obniżyła zadłużenie netto (ND/EBITDA na poziomie 0.9x vs. 2.6x kwartał wcześniej), co jest istotne nie tylko z powodu podwyżek stóp procentowych zwiększających koszty finansowania, ale również w kontekście wzmocnienia bilansu przed nadchodzącą recesją.

Atrakcyjna wycena: Obecny wycenę postrzegamy jako niską, nawet przy założeniu znacznego spadku zysków w 2023 roku (FY2023F P/E 10.8x i EV/EBITDA 4,6x). Ponadto oczekujemy, że Pekabex będzie bardziej odporny na spowolnienie niż tradycyjne budownictwo mieszkaniowe, ponieważ prefabrykacja prawdopodobnie stanie się bardziej popularnym sposobem budowy domów, pozwalającym zaoszczędzić zarówno czas, jak i pieniądze. Po spowolnieniu oczekujemy, że spółka szybko się wróci do wyższych wyników. (FY2024F P/E 6,9x, EV/EBITDA 4.0x).

Dobrze zdywersyfikowany model biznesowy: Zwracamy uwagę, że spółka działa w dość cyklicznych segmentach, ale jej model biznesowy zapewnia pewną dywersyfikację, np. w poprzednich kwartałach segmenty budownictwa i nieruchomości generowały istotne przychody operacyjne, natomiast w 1H22, kiedy widoczne było spowolnienie w tych segmentach, wzrost EBIT o 34% został niemal w całości wygenerowany przez segment prefabrykacji.

mln PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	952	1 505	1 668	1 516	1 548
EBITDA	89	84	113	68	84
EBIT	69	58	86	41	57
Zysk netto	58	41	58	27	42
P/E	5,1	14,0	5,0	10,8	6,9
EV/EBITDA	5,6	8,5	3,0	4,6	4,0
EPS	2,33	1,64	2,32	1,07	1,67
DPS	0,16	0,41	0,00	0,00	0,90
FCF	-	-	82	31	7
CAPEX	20	40	21	21	30

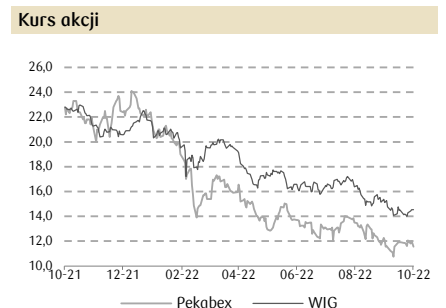
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	11,55
Upside	30%
Liczba akcji (mn)	24,83
Kapitalizacja (mln PLN)	286,74
Free float	52%
Free float (mln PLN)	150
Free float (mln USD)	31
EV (mln PLN)	338,53
Dług netto (mln PLN)	51,79

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
STE Sp. z o.o.	39,90
Cantorelle Limited	11,90
Fernik Holdings	8,17
NN OFE	6,89

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	19-05-22 16,00
Trzymaj	07-09-21 24,50



	WIG	Spółka
1 miesiąc	-4,1%	-4,1%
3 miesiące	-10,6%	-11,8%
6 miesięcy	-25,1%	-30,2%
12 miesięcy	-36,4%	-49,3%
Min 52 tyg. PLN		10,75
Max 52 tyg. PLN		24,10
Średni dzienny obrót mln PLN		0,10

Analityk	
Jakub Bronicki	
+48 22 521 56 61	
jakub.bronicki@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Jednocześnie spowolnienie widoczne jest w niższym wolumenie nowych zamówień. Niższa sprzedaż była już widoczna w segmencie deweloperskim, ale stanowi ona tylko niewielką część całkowitego zysku spółki. Rozczarowujące wyniki segmentu budowlanego powinny naszym zdaniem odbić się od dna, ponieważ ceny materiałów rosną bardziej stabilnie, a możliwość przeniesienia rosnących kosztów na klientów jest obecnie większa niż jeszcze kilka miesięcy temu.

Zmiana prognoz

Po 1H22 Pekabex zrealizował 49% naszych prognoz przychodów na FY21, ale ze względu na znaczącą poprawę rentowności, nasze prognozy EBIT i zysku netto zostały już zrealizowane odpowiednio w 77% i 91%. W efekcie podnosimy nasze założenia na rok 2022. Jednocześnie obniżamy nasze prognozy na lata 2023 i 2024 zarówno dla przychodów jak i marż, ze względu na rosnące obawy o recesję.

	2022			2023		
	poprzednie prognozy	obecne prognozy	r/r	poprzednie prognozy	obecne prognozy	r/r
Przychody	1,707.9	1,668.4	-2%	1,677.3	1,515.8	-10%
EBITDA	82.2	113.1	38%	87.0	67.8	-22%
EBIT	55.2	86.0	56%	60.0	40.8	-32%
Zysk netto	30.7	56.4	84%	30.7	25.9	-15%
marża EBITDA	4.8%	6.8%		5.2%	3.6%	
marża EBIT	3.2%	5.2%		3.6%	5.2%	
marża netto	1.8%	3.4%		1.8%	1.8%	

Źródło: Dom Maklerski PKO BP Pekabex

Ryzyka

Największe ryzyka jakie obecnie widzimy to recesja i inflacja oraz ich wpływ na sektor budowlany. Pekabex, jako producent elementów prefabrykowanych, powinien być bardziej odporny na wzrost wynagrodzeń, gdyż domy z prefabrykatów buduje się szybciej i przy mniejszym wykorzystaniu pracy ludzkiej. Niemniej jednak rosnące koszty materiałów stanowią takie samo obciążenie dla całego sektora. W przypadku recesji producenci domów prefabrykowanych powinni radzić sobie nieco lepiej niż rynek, ponieważ domy te są z reguły tańsze. Jeżeli jednak rynek mieszkaniowy załamie się bardziej niż teraz, nawet takie firmy jak Pekabex mogą znacząco to odczuć.

Spadek wolumenu produkcji może być szczególnie dotkliwy ze względu na rosnące koszty stałe (koszty SG&A rosły szybciej niż przychody w 2Q22). Tak negatywna dźwignia operacyjna może obniżyć marżę, co wraz z niższą sprzedażą będzie miało silny negatywny wpływ na wyniki spółki. Jednocześnie oczekujemy, że w 2023 roku presja kosztowa wyhamuje ze względu na obawy przed recesją, co powinno pozytywnie wpłynąć na wynagrodzenia i koszty materiałów. Dodatkowo Pekabex ma zabezpieczone ceny gazu do końca 2023 roku, więc powinien być odporny na przyszłe wzrosty cen gazu.

Kolejne ryzyko związane jest z kosztami finansowymi. Część zobowiązań Pekabexu ma zmienne oprocentowanie (m.in. obligacje wyemitowane w ubiegłym roku), dlatego rosnące odsetki są już widoczne. Zwracamy jednak uwagę, że w ostatnim kwartale Pekabex znacząco obniżył dług netto dzięki zmianom w kapitale obrotowym.

Wycena DCF

Nasza wycena oparta jest na modelu DCF. Dodatkowo przedstawiliśmy wycenę porównawczą uwzględniającą spółki z sektora budowlanego. Model DCF składa się z dwóch faz. W pierwszej fazie (2022F-2027F) szczegółowo prognozowaliśmy wszystkie kluczowe parametry wymagane do wyceny spółki, w tym w szczególności wartość przychodów, nakładów inwestycyjnych, poziom kosztów oraz pozycje bilansowe.

Druga faza rozpoczyna się po 2027F. W niej założyliśmy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Stopa wolna od ryzyka dla PLN została przyjęta na poziomie 5,5%. Beta została przyjęta na poziomie 1,5x. Przyjęliśmy premię za ryzyko kapitałowe na poziomie 5,5%. Zdyskontowaliśmy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla spółki na dzień 31 grudnia 2022 roku i odjęliśmy prognozowany dług netto.

Model DCF							
mln PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P<
EBIT	86.0	40.8	57.0	84.6	97.2	111.1	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	69.7	33.0	46.2	68.6	78.7	90.0	91.3
CAPEX	21.0	21.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.5
Amortyzacja	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	30.0	30.5
Zmiany w kapitale obrotowym	-6.6	8.3	36.2	124.1	59.3	27.0	27.4
FCF	82.2	30.7	7.0	-58.5	16.5	63.0	63.9
WACC	12.8%	13.2%	12.8%	11.6%	11.4%	11.7%	
Współczynnik dyskonta	-	0.88	0.78	0.70	0.63	0.56	
DFCF	0.00	27.2	5.5	-41.1	10.4	35.5	
Wzrost w fazie II	1.5%						
Suma DFCF - Faza I	37.4						
Suma DFCF - Faza II	351.7						
Wartość Firmy (EV)	389.1						
Dług netto	51.8						
Wartość godziwa	337.3						
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	24.8						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2022	13.6						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	15.0						
Cena bieżąca	11.6						
Oczekiwana stopa zwrotu	30.1%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC							
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2027F<
Risk-free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Equity premium	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Debt risk premium	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Tax rate	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Equity cost	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
Debt cost	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Weight of equity	85%	91%	86%	67%	65%	69%	69%
Weight of debt	15%	9%	14%	33%	35%	31%	31%
WACC	12.8%	13.2%	12.8%	11.6%	11.5%	11.8%	11.8%

Source: forecasts of PKO BP Securities

Sensitivity

		Growth in Phase II				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	10.8%	15.0	15.8	16.7	17.7	18.8
	11.3%	14.3	15.0	15.8	16.7	17.7
	11.8%	13.6	14.3	15.0	15.8	16.7
	12.3%	13.0	13.6	14.3	15.0	15.8
	12.8%	12.4	13.0	13.6	14.3	15.0

Source: PKO BP Securities

Wycena porównawcza

Spółki budowlane: wskaźniki

Spółka	Kapitalizacja		P/E			EV/EBITDA			P/BV	
	mPLN	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2023F	
Budimex	6,076	6.3	11.9	11.9	5.3	5.1	5.5	4.6	4.9	
Erbud	307	35.0	-	5.4	1.4	9.9	3.3	0.6	0.6	
Torpol	378	4.9	2.7	18.8	0.5	0.7	5.3	1.3	1.3	
Unibep	250	7.5	6.6	5.9	3.3	5.7	5.1	0.8	0.8	
Mediana		6.9	6.6	8.9	2.4	5.4	5.2	1.0	1.0	

Pekabex	14.5	5.2	11.3	8.4	3.0	4.7	1.4	0.6
Premia/dyskonto	110%	-21%	27%	255%	-43%	-9%	38%	-38%
Implikowana cena	11.3	14.9	9.3	3.2	22.5	13.1	17.1	19.0

W zależności od wybranego roku, Pekabex notowany jest z premią lub dyskontem do innych spółek budowlanych. Premia w 2023 może być związana z naszymi konserwatywnymi prognozami na przyszłość. Należy również zaznaczyć, że brak szerokiej grupy spółek porównywalnych jest wadą m.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	623	886	772	952	1 505	1 668	1 516	1 548	1 799
Zysk brutto ze sprzedaży	116	164	119	167	194	257	208	227	283
EBITDA	48	82	55	89	84	113	68	84	112
Koszty sprzedaży	-55	-59	-47	-61	-85	-113	-106	-108	-126
Koszty ogólnego zarządu	-26	-33	-32	-38	-53	-58	-61	-62	-72
Pozostałe przychody operacyjne	5	3	7	10	5	5	5	5	5
Pozostałe koszty operacyjne	-5	-8	-8	-9	-4	-5	-5	-5	-5
Zysk z działalności operacyjnej	35	67	39	69	58	86	41	57	85
Zysk przed opodatkowaniem	32	64	38	71	49	72	33	51	80
Podatek dochodowy	-6	-13	-8	-14	-9	-14	-6	-10	-15
Zysk (strata) netto	26	51	30	58	41	58	27	42	65
Bilans	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwałe	244	260	338	420	453	447	441	444	447
Wartości niematerialne i prawne	13	15	14	20	28	28	28	28	28
Rzeczowe aktywa trwałe	224	237	318	390	392	386	380	383	386
Inwestycje	4	4	5	8	26	26	26	26	26
Pozostałe aktywa długoterminowe	2	3	1	3	7	7	7	7	7
Aktywa Obrotowe	236	383	416	485	768	903	776	734	785
Zapasy	45	64	62	122	176	217	197	201	234
Należności	152	201	197	217	340	384	364	372	450
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	23	23	48	40	137	169	108	95	128
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	16	95	107	105	115	133	107	66	-26
Aktywa razem	480	643	754	905	1 220	1 350	1 217	1 178	1 232
Kapitał Własny	238	285	309	362	406	462	488	507	541
Kapitały mniejszości	0	0	0	17	25	25	25	25	25
Zobowiązania	242	358	445	544	815	887	729	671	691
Zobowiązania długoterminowe	78	83	135	198	210	182	162	162	162
Kredyty i pożyczki	50	65	113	150	154	126	106	106	106
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	9	13	15	20	28	28	28	28	28
Zobowiązania krótkoterminowe	164	275	309	345	605	706	567	509	529
Kredyty i pożyczki	12	25	22	35	81	59	29	9	9
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	11	15	17	23	28	40	35	34	37
Pozostałe rezerwy	3	15	3	13	8	8	8	8	8
Zaliczki	16	39	41	41	14	73	45	46	54
Zobowiązania handlowe i pozostałe	116	169	208	211	449	501	424	387	396
Pasywa razem	480	643	754	905	1 220	1 350	1 217	1 178	1 232
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	8	99	94	81	9	90	45	32	-33
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-7	-33	-92	-71	-40	-21	-21	-30	-30
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-8	13	9	-19	40	-50	-50	-42	-30
Wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	11,5%	19,6%	10,3%	17,3%	10,6%	13,3%	5,6%	8,3%	12,3%
Dług netto	46,5	-4,9	28,7	80,4	120,8	51,8	28,2	48,7	141,4

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jakub Bronicki	(przemysł, sektor spożywczy)	(022) 521 56 61	jakub.bronicki@pkobp.pl

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszomirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernych wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Pekabex	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ilkroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	
MLP Group	Kupuj	2021-07-30	95,00	77,80	1462,0	3,4	2,6	4,9	32,4	27,3	24,5	Piotr Zybala
Opono	Kupuj	2021-09-07	69,00	60,40	468,4	12,4	16,8	17,0	7,7	7,2	6,2	Adrian Skłodowski
Pekabex	Kupuj	2022-05-19	16,00	22,90	297,9	14,0	9,7	9,7	8,5	6,0	5,6	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2022-04-05	97,00	73,80	1462,0	3,4	2,6	4,9	32,4	27,3	24,5	Piotr Zybala
Opono	Trzymaj	2022-04-28	50,50	46,20	468,4	12,4	16,8	17,0	7,7	7,2	6,2	Adrian Skłodowski
Pekabex	Kupuj	2022-05-19	16,00	13,85	297,9	14,0	9,7	9,7	8,5	6,0	5,6	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2022-09-01	98,00	71,20	1462,0	3,4	2,6	4,9	32,4	27,3	24,5	Piotr Zybala
Opono	Trzymaj	2022-09-08	37,00	36,50	468,4	12,4	16,8	17,0	7,7	7,2	6,2	Piotr Łopaciuk
Pekabex	Kupuj	2022-10-20	15,00	11,55	297,9	14,0	9,7	9,7	8,5	6,0	5,6	Jakub Bronicki

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu